

利率市场化的风险与防范

近年来,我国利率市场化的步伐已大大加快。但20世纪70年代以来许多国家利率市场化的经验教训告诉我们,利率作为资金要素的价格,其变化直接对投资、消费、储蓄、物价、汇率间接对社会总供求、就业和国际收支等都有重大影响,而且在这项改革的过程中,存在不少事先难以预计的风险变数。对这些潜在风险如果估计不足,应变措施准备不充分,一旦形势有变,就会陷于被动局面,甚至使改革不得不走回头路。70年代,一些拉美国家由于考虑不周,在宏观经济形势不稳定的情况下进行利率自由化改革,结果引发企业债务危机,银行倒闭,通货膨胀恶化,经济一片混乱,最后不得不重新恢复管制即为一例。因此,要未雨绸缪,才能防止改革功亏一篑。本文拟对这一问题作初步的探讨。

一、利率市场化可能引发的风险分析

1. 导致企业大面积破产和成本推进型通货膨胀。我国是发展中国家,资金短缺是一个长期现象。在过去长期利率管制背景下,利率严重低于均衡水平。利率一旦放开,可能大幅度攀升,而我国企业又是实行高负债经营,利率攀升必然导致企业负担加重,可能导致债务危机发生,破产与失业增加,危及社会稳定。还有一种可能是企业通过提价将利息负担转嫁给下游的企业或消费者,从而导致成本推进型通货膨胀的发生。

2. 加剧通货紧缩。1998年以来,我国出现了通货紧缩迹象。近年来,虽然由于实行了积极的财政政策和稳健的货币政策,通货紧缩势头得到遏制,但经济增长的基础尚不稳固。特别是去年来作为世界经济火车头的美国经济增长速度放慢,日本经济发展前景也不明朗,拖累了整个世界经济的复苏。在这种背景下,如果放开利率则会

抑制投资和消费,造成需求不足。二则财富效应即利率上升将带来股市大盘下滑,股民净财富缩水,从而减少投资与消费支出。三则会加剧银行的信贷紧缩。因为银行的收益不单取决于利率水平的高低,还取决于风险的大小,利率水平提高以后,那些收益率较低而安全性较高的项目将因投资收益无法弥补借款成本而退出借款申请者的行列;而剩下的愿意支付高利率的借款人往往是高风险的。他们之所以愿出高利率,本来就是因为他们知道归还贷款的可能性比较小。这样市场上最后剩下的都是风险很高的借款人,银行此时如将款贷出去,贷款风险的上升,银行的预期收益反而减少。由于银行既不可能在贷款以前对借款人有充分的了解,也不可能对贷款以后对借款人进行完全的监督。因此,“惜贷”、“慎贷”便成为银行在信息不对称情况下采取的一种理性的选择。

3. 引发银行无序竞争。利率市场化给予银行自主决定利率的权利。银行为了竞争存款,可能竞相提高存款利率;为了竞争客户,竞相降低贷款利率,这将使银行存贷利差缩小,为了扩大赢利空间,不得不将资金投入一些高风险但高收益的领域,从而加大金融风险。

4. 促进经济泡沫形成。利率市场化后,由于利率整体水平的提高,借款人的道德风险可能加剧,借款人为了支付高额利息,可能违反借款时规定的用途,将贷款投入高风险的股市上去,加快股市泡沫的形成。

5. 对财政的影响。利率市场化使长期国债的利率风险增加,相应地,国债的回报率也要提高,这将增加财政的还本付息负担;另一方面,利率与证券的价格呈反比,利率提高将使国债发行价格下跌,财政的国债发行收入由此减少,影响财政的平衡。

6. 增加金融体系的脆弱性。首先,利率提高使企业的负担加重,经营环境与财务状况恶化,效益下降,银行不良资产增加,银行的不良贷款增加;其次,利率市场化后

贷款利率自由浮动,具有信誉优势的外资银行会凭借其优势,从国际金融市场上融入低成本的资金,调入国内后以低利率贷给国内的企业,展开“信贷倾销”,与我国银行争夺客户,国内银行有可能面临市场份额急剧缩小的局面。再次,目前大多数产品都出现买方市场的格局,生产能力过剩,市场饱和,企业普遍存在新的投资热点和利润增长点迟迟未能形成的问题,银行也感到难以找到好的贷款项目,出现大量存差。这些存差大部分都上存中央银行或投资于国债。目前银行持有的国债余额已超过一万亿。利率市场化后,利率上升将使银行的国债投资大幅贬值,由此产生巨大的资本损失。如国债贬值1%,银行利润将减少100亿,这样大的损失是银行难以承受的。

7. 发达国家经济周期对我国的影响将大大增加。比如,利率市场化后,在我国出现通货紧缩时,美国提高利率,在我国利率与国际接轨的情况下,我国的利率水平必然随之提高,这就会加剧国内的通货紧缩。如果此时我国作为反通缩的对策仍维持低利率政策,则会引发资本外逃,国际收支状况恶化,因此,中央银行面临着内外均衡难以兼顾的两难选择。

二、对利率市场化时机的判断

综上所述,利率市场化是存在一定风险的,尤其是在我国货币市场发育程度比较低,金融监管尚不完善,银行自我约束机制不健全,企业经营机制尚未根本转变的情况下更是如此。

我国已加入WTO,按照WTO的规定,我国从目前到利率完全市场化还有五年的时间,即留给我国作为调整适应的缓冲时间只有5年。发达国家和地区利率改革花了十五六年时间。我国利率市场化如从1996年全国统一的银行间拆借市场进入试运行开始算起,只有6年,按发达国家这项改革

的历程算则还需10年左右时间,但入世给我们留下的时间只剩下5年了。5年后如果我国还是实行利率管制政策,则不仅不利于提高我国银行竞争力,按照国际规则参与国际竞争;也不利于我国资金参与国际资金大循环和利用外资。因此,利率制度改革已不容拖延。

总的来看,目前我国进行这项改革,环境还是相对比较宽松的。这主要体现在以下方面:

1.经过多年积累,我国资金短缺程度与前十年相比有很大的缓解,我国利用外资规模居世界第二,大量外资的流入在一定程度上弥补了国内资金的不足,这些均是有利于防止利率放开后出现大幅超调的有利因素。

2.近几年物价持续走低,利率市场化引发通货膨胀的可能性较小。

3.随着国企改革的深化,企业对利率市场化的承受能力和敏感程度都在提高。

4.商业银行对贷款风险管理十分重视,企业、居民的风险意识不断增强。

5.我国的同业拆借利率、国库券发行利率已经或接近市场化。

6.去年以来美联储不断调低利率,减轻了我资本外逃的压力,客观上为我国利率改革提供了机遇。

只要我们采取渐进式的改革方式,是有可能做到防止局势失控的。反之,如果继续等待,就有可能错过时机。现在不改,将来风险可能更大。

三、利率市场化风险的防范对策

要保证利率市场化的改革获得成功,除了平衡财政预算以构造宽松的外部环境,推进国有商业银行的公司治理机制和内部控制建设,以确保银行体系内的有序竞争,加快国有企业的制度创新,硬化企业的预算约束,以实现企业借贷行为的合理化外,还需要采取以下对策:

1.利率市场化应采取“小步快走”的渐进式改革战略,不能操之过急。应当看到,即使在发达国家,利率自由化也经历了一个相当长的时期。美、日两国实现利率自由化花了十五、六年的时间,韩国和我国的台湾省花的时间也不相上下。这些国家和地区在金融市场比较发达或至少也有一定程度发展的基础上尚且花了这么长的时间才实现目标,作为一个转轨经济国家,我国是在市场经济的基础设施还不很健全的条件下进行这项改革的,任务之艰巨可想而知。

因此,我国利率改革也不可能要求一步到位。渐进式的改革可以使长期以来被压抑的利率上升的压力有一个逐步释放的过程,避免造成大的经济波动,同时也让企业和银行有一个逐步适应的过程,调整自己的资产负债结构。

2.完善金融监管。在改革初期,特别要管住存款利率上限和贷款利率下限,以及股票质押贷款比例。利率市场化是一个逐步放松管制的过程。从某种意义上说,也是一种形式的管制取代另一种管制的过程。在初期,为了防止银行之间打价格战,爆发恶性竞争,有必要在给予银行资金定价权的同时,仍保留存款利率上限和贷款利率下限。同时,严格控制股票质押贷款的比例,防止银行信贷资金过分流入股市,加剧股市的泡沫现象,影响金融稳定。

3.大力推进社会信用制度的建设。良好的信用是规范市场经济秩序的前提,也是实现利率市场化必不可少的条件之一。目前,我国债务人的信用意识仍远未到位,各种经济组织之间的贷款和债务拖欠已成为严重困扰经济正常运行的突出问题。不难想象,如果债务人可以任意违约,随意拖欠债务而不受惩罚,那么预期风险就会降低到零,贷款需求就会脱离利率的约束变成无止境的欲望,利率就会被抬高到远远偏离均衡利率的水平。因此,加快社会信用制度的建设,强化信用纪律约束,提高失信者的违规成本,是利率市场化进程中一项基础性的工程。

4.加快汇率制度改革。扩大市场在汇率形成机制中的作用,扩大汇率浮动范围,使汇率的合理浮动抵消发达国家利率波动对我国经济的负面影响。市场经济条件下,利率和汇率高度相关,二者变动互相制约,尤其利率对汇率的影响表现十分明显,并共同对一国货币供应量和内外均衡形成影响。目前我国管制性利率和非市场化汇率构成现行金融体制的两根支柱。在这一制度安排下,利率市场化后,如果我国出现经济增长减速,而国际利率又上升,我国中央银行将面临两难选择:降低利率刺激国内经济,会引起国际收支逆差失衡,而让国内利率随行就市又会加剧国内失衡。根据蒙代尔-弗莱明模型,这时如实行浮动汇率制,则我国可单独维持低利率政策,因为低利率引起资本外流使本币贬值,而本币贬值可以刺激出口,改善国际收支,同时还可刺激出口行业扩大投资,增加有效需求,拉动国内经济增长。可见,要实现内外经济政策的协调,在利率市场化的同时,必须及时推进汇率形成机制的市场化,以形成利率、汇率联动机制。

5.加快货币市场的建设。从美国、日本、我国的台湾省的经验来看,这些国家和地区都无一例外地是在货币市场完善的基础上,先放开货币市场的基准利率,再放开银行贷款和存款利率。具体说,美国是以放松对大额可转让存单的利率管制作为突破口;日本是以国债发行和交易利率自由化作为突破口;台湾则是以票据和大额存单利率为突破口。虽然由于这些国家和地区货币市场的各个子市场发展程度不同,使他们在突破口的选择上存在差异,但都选择了先放开货币市场利率,再放开银行利率的做法。这是由于货币市场的利率属于基准利率,它的变动会引起其他利率的连锁反应。因此,货币市场利率成为银行发现资金价格、制定利率的参考坐标系。我国目前货币市场的各个子市场都不同程度地存在着规模小、不能反映资金供需、运行不规范、风险大、票据信用度低、难以形成二级市场等问题。货币市场发展的滞后成为制约利率市场化的重大障碍。因此,在利率市场化之前,要先通过增加货币市场的交易品种和数量,培育机构交易者,规范交易行为,提高商业信用票据化等办法来完善货币市场,为银行利率的放开创造条件。

6.开放利率期货市场,试办利率互换、利率上下限等衍生金融工具业务,为金融机构和企业提供回避利率风险的工具。随着利率市场化改革的深入,利率波动将越来越频繁,利率的变化将使证券价格和企业、银行的净收益发生相应的变化,使银行和企业面临的利率风险增大。因此,迫切需要市场提供诸如国库券期货等回避利率风险的工具。从近期来看,可以通过加强金融市场监管,加快机构投资者风险约束机制和内部控制制度的建设,提高市场透明度,为恢复国库券期货交易创造必要条件,尽快将国库券期货恢复起来,将来条件成熟时,还可试办利率互换、利率上下限等业务,为企业和银行提供更多的风险管理工具。

(作者单位:厦门大学财政金融系)